



**UNIVERSIDADE FEDERAL DA PARAÍBA
CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS
DEPARTAMENTO DE FINANÇAS E CONTABILIDADE
CURSO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

RENAILDO MENDES FERREIRA DOS SANTOS

**POLÍTICA DO PAGAMENTO DE DIVIDENDOS E DE JUROS SOBRE CAPITAL
PRÓPRIO NOS PERÍODOS DE RECESSÃO E CRESCIMENTO ECONÔMICO EM
EMPRESAS LISTADAS NA B3**

**JOÃO PESSOA
2019**

RENAILDO MENDES FERREIRA DOS SANTOS

**POLÍTICA DO PAGAMENTO DE DIVIDENDOS E DE JUROS SOBRE CAPITAL
PRÓPRIO NOS PERÍODOS DE RECESSÃO E CRESCIMENTO ECONÔMICO EM
EMPRESAS LISTADAS NA B3**

Monografia apresentada ao Curso de Ciências Contábeis, do Centro de Ciências Sociais Aplicadas, da Universidade Federal da Paraíba, como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis.

Orientador: Prof. Dr. Moisés Araújo Almeida.

JOÃO PESSOA
2019

Catálogo na publicação
Seção de Catalogação e Classificação

S237p SANTOS, Renaildo Mendes Ferreira Dos.

Política do pagamento de dividendos e de juros sobre capital próprio nos períodos de recessão e crescimento econômico em empresas listadas na B3 / Renaildo Mendes Ferreira Dos Santos. - João Pessoa, 2019.

40 f. : il.

Orientação: Moisés Araújo ALMEIDA.

Monografia (Graduação) - UFPB/CCSA.

1. Cenários econômicos. 2. Lucros. 3. Política de pagamento de proventos. I. ALMEIDA, Moisés Araújo. II. Título.

UFPB/BC

RENAILDO MENDES FERREIRA DOS SANTOS

**POLÍTICA DO PAGAMENTO DE DIVIDENDOS E DE JUROS SOBRE CAPITAL
PRÓPRIO NOS PERÍODOS DE RECESSÃO E CRESCIMENTO ECONÔMICO EM
EMPRESAS LISTADAS NA B3**

Esta monografia foi julgada adequada para a obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis, e aprovada em sua forma final pela Banca Examinadora designada pela Coordenação do TCC em Ciências Contábeis da Universidade Federal da Paraíba.

BANCA EXAMINADORA



Presidente: Prof. Dr. Moisés Araújo Almeida.
Instituição: UFPB



Membro: Prof. Dr. Epitácio Ezequiel de Medeiros
Instituição: UFPB

Membro: Prof. Dr. Pedro Sabino de Farias Neto
Instituição: UFPB

João Pessoa, 20 de setembro de 2019.

*Ao único Deus, fonte de sabedoria, seja
dada glória para todo o sempre, por meio
de Jesus Cristo.*

AGRADECIMENTOS

A Deus, meu criador, por demonstrar sua bondade comigo mesmo eu não sendo merecedor de nenhum tipo de favor Seu. Ainda que Lhe dedicasse aos Seus serviços todos os meus dias, isso ainda não seria nada.

À minha mãe, Josefa Mendes Ferreira, por seu amor, preocupação e cuidado ao longo desses anos mesmo estando longe. A senhora é para mim uma prova do cuidado do Senhor. Desejo poder retribuir todo o seu amor.

À minha namorada, Angelina Bezerra Neta, prova que as benesses da graduação vão além do acréscimo de conhecimento, por sua ajuda significativa nesse trabalho e por me dar a melhor companhia em todos os momentos, seja eles de preocupação e cansaço, quanto de repouso e tranquilidade.

Ao meu orientador, Dr. Moisés Araújo Almeida, pelo incentivo, paciência, dedicação e por dispor do seu tempo e esforço durante a elaboração desse trabalho. Como é comentado entre os seus orientandos, o senhor é um pai.

“Nenhuma alta sabedoria pode ser atingida sem uma dose de sacrifício.”

C. S. Lewis

RESUMO

Esta pesquisa teve como objetivo investigar possíveis variações nas políticas de pagamento dos proventos na forma de dividendos e juros sobre o capital próprio das empresas listadas na bolsa de valores brasileira em cenários econômicos de recessão e crescimento. Para tanto, realizou-se uma pesquisa explicativa com enfoque quantitativo mediante pesquisa documental. O trabalho contou com uma mostra formada por 245 empresas que tiveram seus lucros e pagamento de proventos analisados dos períodos de 2015 a 2018 por meio de estatística descritiva e pelo teste de *Ranks* de sinais de Wilcoxon. Os resultados demonstram diminuição dos lucros das empresas nos cenários de recessão em comparação aos cenários de crescimento econômico, entretanto, essa situação não impacta suas políticas de pagamentos de proventos, mantendo assim, os montantes desses pagamentos mesmo durante os anos de crise. A junção desses fatores leva ao aumento da razão dos proventos pagos/lucro líquido nos cenários de recessão. Os achados dessa pesquisa estão em consonância à premissa de que os gestores são resistentes a alterar a política de pagamento de proventos com intuito de evitar reações dos investidores afetando o valor de mercado da empresa.

Palavras-chave: Cenários Econômicos. Lucros. Política de Pagamento de Proventos.

ABSTRACT

This research aimed to investigate possible variations in dividend payment policies in the form of dividends and interest on equity of companies listed on the Brazilian stock exchange in economic scenarios of recession and growth. To this end, an explanatory research with quantitative approach was conducted through documentary research. The study featured a sample of 245 companies that had their profits and earnings paid analyzed from 2015 to 2018 using descriptive statistics and the Wilcoxon Sign Rank Test. The results show a decrease in corporate profits in recession scenarios compared to economic growth scenarios, however, this situation does not impact their earnings payment policies, thus maintaining the amounts of these payments even during the crisis years. The combination of these factors leads to an increase in the ratio of earnings paid to net income in recession scenarios. The findings of this research are in line with the premise that managers are resistant to changing the earnings payment policy to avoid investor reactions affecting the company's market value.

Keywords: Economic Scenarios. Income Payment Policy. Profits.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Períodos de crescimento e crise econômica.....	27
Tabela 2 - Testes de normalidade.....	28
Tabela 3 - Lucro líquido – estatística descritiva.....	29
Tabela 4 - Lucro líquido – teste de Wilcoxon.....	31
Tabela 5 - DVTT – estatística descritiva.....	32
Tabela 6 - DVTT (ano a ano) – estatística descritiva.....	32
Tabela 7 - DVTT - teste de Wilcoxon.....	33
Tabela 8 - Dividendos/lucro líquido – estatística descritiva.....	34
Tabela 9 - DVLL - teste de Wilcoxon.....	35

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

B3	Brasil, Bolsa, Balcão
CSLL	Contribuição Social Sobre o Lucro Líquido
DUMPIB	Variação do PIB
DVLL	Dividendos Escalonados Lucro Líquido
DVLLCresc	Dividendos/ Lucro Líquido no cenário de Crescimento
DVLLRec	Dividendos/ Lucro Líquido no cenário de Recessão
DVTT	Dividendo Total
DVTTCresc	Dividendos Totais pagos no cenário de recessão
DVTTRec	Dividendos Totais pagos no cenário de crescimento
IRPJ	Imposto de Renda Pessoa Jurídica
JSCP	Juros Sobre o Capital Próprio
LCLQ	Lucro Líquido do período
LCLQCresc	Lucro Líquido nos Cenários de Crescimento
LCLQRec	Lucro Líquido nos Cenários de Recessão
LSA	Lei das Sociedades por Ações
LSA	Lei das Sociedades Anônimas
ON	Ações Ordinárias Nominativas
PIB	Produto Interno Bruto
PIB	Produto Interno Bruto
PL	Patrimônio Líquido
PN	Ações Preferenciais Nominativas
TJLP	Taxa de Juros de Longo Prazo

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	11
1.1	PROBLEMA DE PESQUISA	13
1.2	OBJETIVOS	14
1.2.1	Objetivo Geral	14
1.2.2	Objetivos Específicos	14
1.3	JUSTIFICATIVA	14
2	FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	16
2.1	CRISES FINANCEIRAS	16
2.2	TEORIA DA RELEVÂNCIA DOS DIVIDENDOS	17
2.3	TEORIA DA IRRELEVÂNCIA DOS DIVIDENDOS	18
2.4	EFEITO CLIENTELA E TEORIA DA PREFERÊNCIA TRIBUTÁRIA	20
2.5	A DISTRIBUIÇÃO DE LUCROS SEGUNDO A LEGISLAÇÃO BRASILEIRA.....	21
2.6	ESTUDOS ANTERIORES	23
3	METODOLOGIA	25
3.1	TIPOLOGIA DA PESQUISA	25
3.2	POPULAÇÃO E AMOSTRA	26
3.3	COLETA E ANÁLISE DOS DADOS	26
4	APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS	29
4.1	LUCROS NOS CENÁRIOS DE RECESSÃO E CRESCIMENTO	29
4.2	PAGAMENTO DE DIVIDENDOS NOS CENÁRIOS DE RECESSÃO E CRESCIMENTO.....	31
4.3	RAZÃO DIVIDENDOS/LUCROS LÍQUIDOS EM CENÁRIOS DE RECESSÃO E CRESCIMENTO.....	34
5	CONCLUSÃO	36
	REFERÊNCIAS	37

1 INTRODUÇÃO

Dentre os diversos assuntos estudados pelas escolas de finanças sobre os aspectos que influenciam a gestão das empresas, os dividendos têm sido um assunto frequentemente pesquisado e debatido.

Segundo Ross, Westerfield e Jaffe (2015, p. 1162), dividendo pode ser definido “como pagamento de lucros em dinheiro feito por uma empresa a seus acionistas. Componente de receita do retorno de investimento em ações”. Tratando-se, portanto, de uma das formas de distribuição dos lucros.

Os aspectos que abarcam a política de distribuição dos lucros têm envolvido os gestores há alguns séculos (WOOD, 1994). Nessa linha de entendimento, os impactos dos dividendos no valor de mercado da empresa e sua influência na escolha dos investidores tem sido estudados sobre diferentes aspectos como, o custo do capital na empresa, relação da agência e o fluxo de caixa, efeitos tributários e clientela, além das teorias da relevância e a irrelevância dos dividendos.

A teoria da relevância ganhou notoriedade a partir de 1956 com os trabalhos de John Lintner, considerado o precursor do entendimento moderno sobre os dividendos, e Myron J. Gordon, em 1959. De acordo com Gordon (1959), o pagamento de dividendos contribui para a valorização das ações da empresa, uma vez que, os dividendos são uma forma de remuneração do capital dos investidores e quanto maior esse pagamento, menor é o custo desse capital. Dessa forma, o recebimento do dividendo é uma garantia de retorno presente em detrimento da incerteza da valorização da ação no futuro, visto que os investidores tendem a diminuir a sua exposição ao risco.

Sob outra perspectiva, a teoria da irrelevância, defendida por Miller e Modigliani em seu trabalho publicado em 1961, aponta que em um mercado perfeito, o valor de mercado da empresa e a riqueza dos seus acionistas não são afetados pelo pagamento de dividendos, uma vez que a distribuição dos lucros diminui o capital de giro da empresa e, por consequência, a capacidade de investimento que garante a sua continuidade.

De pronto, torna-se claro que ainda não existe um pensamento unânime acerca do assunto, haja vista autores possuem visões discordantes no tocante a importância dos dividendos. Assim, Galvão (2015) explana em seu estudo que ao longo dos anos foram feitas diversas pesquisas e apesar do grande debate entre as

escolas de finanças, não se chegou a nenhum consenso, mostrando que as questões referentes à política de dividendos ainda não foram exploradas suficientemente.

No Brasil, as discussões a respeito da temática dos dividendos são recentes, as quais ganharam destaque a partir da década de 1990, ocasionado pelo crescimento da bolsa de valores no período, resultado da estabilidade inflacionária alcançada com o Plano Real (PAMPLONA *et al.*, 2017).

Cabe destacar ainda no contexto brasileiro os Juros Sobre o Capital Próprio (JSCP), inserido em 1995 no Brasil pela Lei nº 9.249. Trata-se de outro tipo de provento pago como forma de remuneração aos acionistas. Ademais, apesar das suas particularidades, tratadas adiante, as duas formas de proventos serão discutidas conjuntamente.

Sendo tais proventos uma parcela dos lucros, a política que define sua distribuição é um assunto relevante não apenas pelo impacto no valor da empresa e influência na decisão do investidor, mas também na tomada de decisão para a gestão da empresa, tendo em vista que ela define o quanto do lucro será destinado aos acionistas e, por conseguinte, quanto estará disponível para o funcionamento das atividades da empresa.

Nesse contexto, a política dos dividendos tem aspectos fundamentais para a empresa, uma vez que o pagamento dos proventos pode influenciar os planos de investimento das organizações, direta ou indiretamente, dado que eles reduzem a capacidade de investimento e, por conseguinte, podem alterar o custo de capital e a sua estrutura.

Com o intuito de auxiliar os gestores, as ferramentas financeiras são um importante recurso na tomada de decisão, tendo em vista a relevância da distribuição dos lucros e o seu impacto na empresa. Em concordância, Assaf Neto e Lima (2009) apontam os desafios da administração financeira abandonando a função meramente descritiva dos fenômenos financeiros para uma função de análise do comportamento do mercado auxiliando o processo decisório. Nesse sentido, decisões de investimento e financiamento são fundamentais para o alcance dos objetivos almejados pelos gestores.

As decisões de investimento por parte dos gestores consistem na criação de valor por meio da aplicação dos recursos dos acionistas. No que tange às decisões de financiamento, elas têm por objetivo selecionar a melhor fonte de recurso que

garanta a solvência e menor custo para a aplicação desses recursos em projetos viáveis economicamente.

Posto isso, conforme destacam Nikbakht e Groppelli (2006), a política de distribuição dos lucros pode influenciar nos planos de investimentos das organizações, mesmo de forma indireta, uma vez que pagamento de proventos elevados reduz a capacidade de investimento das organizações e, por conseguinte, poderá alterar sua estrutura e custo de capital.

Nesse mesmo horizonte, o mercado cada vez mais competitivo apresenta-se como um grande desafio para a empresa, exigindo, assim, maior racionalidade quanto ao investimento dos recursos. Ademais, a empresa não está sujeita apenas aos desafios impostos pela concorrência, como também a fatores micro e macroeconômicos. Um desses fatores é o cenário econômico no qual ela está inserida, seja ele de crescimento e, principalmente, recessão econômica.

Nesse cenário de recessão, Lim (2016), a partir de seus estudos sobre a crise de 2008, aponta as crises como uma das consequências para o processo de desalavancagem e diminuição do pagamento de dividendos. Dessa forma, as crises econômicas são excelentes oportunidades de teste para a política de distribuição de lucros e alavancagem.

Feitas essas considerações, deve-se constar que, os estudos sobre dividendos é um tópico bastante debatido na área de finanças, apesar disso, existe bastante divergência sobre o tema (MONTALVAN *et al.*, 2017). Assim, esse estudo busca contribuir com a temática, sobretudo, ressaltando a política de distribuição dos lucros em diferentes cenários econômicos, sendo eles de crescimento e recessão.

1.1 PROBLEMA DE PESQUISA

Diante desse contexto, é importante problematizar de que forma os períodos de crescimento e recessão econômica podem influenciar quanto aos pagamentos de dividendos e juros sobre o capital próprio, tendo em vista que eles impactam diretamente na saúde financeira da empresa.

Assim sendo, o problema de pesquisa tem foco na seguinte questão: **Como os pagamentos dos dividendos e juros sobre o capital próprio das empresas listadas na bolsa de valores do Brasil são afetados nos períodos de recessão e crescimento econômico?**

O estudo tem como base as empresas listadas na Brasil, Bolsa Balcão (B3), a bolsa de valores brasileira, exceto as empresas do seguimento financeiro, por possuírem regras próprias.

1.2 OBJETIVOS

1.2.1 Objetivo Geral

Esta pesquisa tem como objetivo principal investigar se a distribuição dos dividendos e juros sobre capital próprio das empresas listadas na bolsa de valores brasileira é afetada pelos cenários de recessão ou de crescimento econômico.

1.2.2 Objetivos Específicos

- Apresentar uma comparação entre o lucro líquido das empresas em dois cenários econômicos: recessão e crescimento;
- Analisar possíveis diferenças da distribuição de lucros por meio de um comparativo entre os cenários de crescimento e recessão.

1.3 JUSTIFICATIVA

As crises financeiras são ciclos que têm como característica baixo crescimento econômico, estagnação ou recessão do Produto Interno Bruto (PIB), impactando, assim, os segmentos econômicos que o compõe (FILIPPETTI; ARCHIBUGI, 2011).

Do ponto de vista empresarial, esses ciclos provocam impactos nas empresas que, por estarem inseridas nesse ambiente, estão expostas a diversos fatores de riscos. Um desses fatores é a possibilidade da diminuição dos seus lucros, gerando consequências nas disponibilidades de caixa da empresa e, por conseguinte, influenciando as decisões de investimento, financiamento e impactando a política de dividendos.

Em um ambiente influenciado por diversos fatores, decisões sobre investimento, do ponto de vista do acionista, envolvem razões diversas, tais como os fundamentos da empresa, o segmento de atividade no qual ela está inserida, fatores

externos, políticos, além das crises financeiras e dos dividendos e/ou JSCP, temas deste trabalho, entre outros fatores que contribuem para essa decisão.

No cenário da gestão, quanto à tomada de decisões, conforme Fabrega e Nicolau (2016), as crises financeiras trazem complexidades às decisões estratégicas dos negócios e influenciam as suas operações impactando variáveis fundamentais como vendas, política de preços, decisão de investimento e financiamento, essas duas últimas influenciadas diretamente pela política de distribuição dos lucros.

Nesse contexto, a pesquisa justifica-se pela importância da temática ao envolver interesses tanto de investidores quanto gestores, posto que a política de distribuição dos lucros mostra-se uma variável fundamental para a tomada de decisões relevantes para ambos os lados.

Com efeito, além de sua importância como influente, a política de distribuição de lucros é um assunto demasiadamente discutido desde a década de 1950, todavia apresenta opiniões tão divergentes que a torna um dos assuntos mais debatidos da área financeira. Assim sendo, faz-se necessário a maior quantidade possível de pesquisas sobre a temática para que seja alcançado um consenso, conforme apontam Brealey, Myers e Allen (2008).

Apesar de o tema ser alvo abundante de pesquisas na literatura financeira estrangeira desde os anos 1950, no Brasil, trabalhos relacionados à política dos dividendos e JSCP só ganharam destaque a partir da década de 1990 (MARTINS; FAMÁ, 2012). Portanto, o presente trabalho pretende contribuir com a temática por meio de uma abordagem no contexto brasileiro, sobretudo, com enfoque no comportamento do pagamento desses proventos em cenários econômicos distintos.

Ademais, faz-se oportuno tal esclarecimento em um momento que as pessoas demonstram maior interesse pelo mercado de ações. Em assentimento a isso, dados divulgados pela B3, a bolsa de valores brasileira, mostra que, no ano de 2018, o número de investidores pessoas físicas bateu recorde, chegando a 813 mil, que comparativamente ao ano de 2017, apresentou aumento de 37%.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

A presente seção apresenta a revisão da literatura que compõe esta pesquisa. O capítulo aborda aspectos de temas como crise financeira e teorias da relevância e irrelevância dos dividendos, hipótese do efeito tributário e questões legais acerca dos dividendos e juros sobre o capital próprio.

2.1 CRISES FINANCEIRAS

Aldrighi e Cardoso (2009) definem crises financeiras como um agravamento dos problemas de assimetria na informação entre investidores que geram quedas acentuadas nos preços dos ativos, inadimplências e falências de empresas não financeiras, além das dificuldades e mesmo falências de instituições financeiras repercutindo, inevitavelmente, sobre a renda e o produto.

Complementarmente, a respeito das suas motivações, Minsky (1985) aponta que as crises financeiras podem ser causadas por más decisões econômicas por parte do governo, descontrole fiscal, corrupção política, especulação por parte dos investidores, além das políticas de crédito das Instituições Financeiras.

É oportuno destacar que em um mercado cada vez mais globalizado e, por conseguinte, com maior interação econômica entre as nações, a economia dos países tem assumido uma maior dependência com os seus parceiros comerciais e, semelhantemente, as crises financeiras têm apresentado a mesma característica, visto que países são afetados por crises financeiras do outro lado do globo.

Nessa perspectiva, no que diz respeito às consequências de interação entre os mercados, Aldrighi e Cardoso (2009) apontam a abertura econômica dos países emergentes, sobretudo a partir da década de 1990, como a inauguração de um período de sucessivas crises financeiras, devido a grande ligação entre eles e a criação de um mercado mundial e unificado de crédito e dinheiro. Além disso, Minsky (1985) chama a atenção para o fato dos períodos de crise econômica serem cíclicos.

Assim, as empresas como agentes econômicos estão expostas a fatores diversos que acontecem no cenário tanto interno quanto externo. A diminuição da atividade econômica tem impacto no consumo, por conseguinte, no resultado financeiro da empresa.

Sendo os dividendos e os Juros Sobre Capital Próprio (JSCP) uma fatia dos lucros e sendo esses influenciados pelas consequências desses períodos, é inevitável a influência na tomada de decisão dos gestores quanto a sua distribuição, visto que o crédito pode se tornar mais escasso em ambientes de crise. Do outro lado estão os investidores que, por sua vez, veem a possibilidade de terem decréscimos nesses proventos, caso os lucros sejam negativamente impactados, conforme apontado por Sampaio, Coelho e Holanda (2015).

Assim sendo, visando à continuidade da entidade, é essencial o processo de tomada de decisão em um mercado cada vez mais competitivo e globalizado. Atrelado a isso, a empresa, como agente econômico, está sujeita aos efeitos do ambiente econômico no qual está inserida. Fatores micro e macroeconômicos como ciclos de crescimento e crises econômicas impactam diretamente não apenas o resultado como a estratégia da organização.

2.2 TEORIA DA RELEVÂNCIA DOS DIVIDENDOS

A respeito dos fatores que influenciam a tomada de decisão do investidor, há um debate antigo e longe de consenso quanto à questão se os dividendos são fator determinante ou não para a escolha do acionista por uma determinada ação, bem como se eles são relevantes ou não para a precificação de valor da empresa.

Em defesa da relevância dos dividendos para a valoração da empresa, apresenta-se a teoria da relevância dos dividendos tendo como seus desenvolvedores Lintner e Gordon, com estudos publicados a partir de 1956 e 1959, respectivamente.

No estudo feito por Lintner (1956), por meio de entrevistas com gestores, ele chegou às seguintes constatações:

1. Os gestores são resistentes em alterar a política de dividendos da empresa por temor às reações dos investidores, assim, só há alterações nessa política se houver garantia que poderá ser mantida;
2. Por conta da relutância em modificar a política de pagamento dos dividendos, os pagamentos não acompanham a variação dos lucros

contábeis, por conseguinte, visualizando uma série temporal, esses resultados são suavizados;

3. Os gestores davam maior importância ao pagamento constante de dividendos numa série histórica do que aos montantes distribuídos;
4. Existe uma relação entre o ciclo de vida da empresa e a política de dividendos, haja vista que empresas mais jovens e com alto grau de crescimento tende a reter mais os lucros do que empresas mais maduras e com menor grau de crescimento.

Em concordância com as ideias de Lintner (1956), o estudo feito por Gordon em 1959 acerca da preferência do investidor, o autor argumenta que, o acionista se interessa a comprar uma ação devido três hipóteses: (i) lucros e dividendos, (ii) dividendos ou (iii) lucros.

Assim, tanto para Lintner quanto para Gordon, os acionistas preferem receber os dividendos, sendo essa uma forma de adiantamento dos ganhos futuros dada as incertezas do mercado e os investidores serem avessos ao risco, diminuindo assim o custo do seu capital. Portanto, o pagamento dos dividendos reduz as incertezas e a frequência com que se dá o pagamento corrobora para o aumento no preço das ações. Dessa forma, há uma relação direta entre a política de dividendos e o valor de mercado da empresa.

Ao analisar as distribuições de lucros das empresas, Lintner (1956) concluiu que o aumento dos dividendos é resultado do aumento permanente e não temporário dos lucros. Isso é resultado da resistência dos gestores em pagar dividendos em níveis que não serão mantidos, dado que, essa variação demonstraria instabilidade nos lucros obtidos pela empresa.

2.3 TEORIA DA IRRELEVÂNCIA DOS DIVIDENDOS

Em contraposição, a teoria da relevância dos dividendos, Miller e Modigliani (1961) defendiam que o valor de mercado de uma empresa não dependia da política de dividendos por ela adotada. Desse modo, a preferência dos investidores estaria

no que a empresa pode, de fato, gerar de valor por meio de oportunidades de investimentos ao longo do tempo.

O estudo dos referidos autores se baseiam na premissa que, em um mercado acionário perfeito, as decisões de investimento e política de dividendos estão separadas. Fama (1974) corrobora com os autores, destacando que, mesmo em mercados imperfeitos as duas decisões, tanto de investimento quanto do pagamento dos dividendos, são independentes uma da outra.

As características apresentadas por Miller e Modigliani (1961) a respeito desse mercado perfeito são:

1. Os ganhos de capital do acionista não são afetados por custos de transação;
2. As informações estão ao alcance de todos os participantes do mercado e de forma gratuita;
3. Os preços não são influenciados pelos agentes de mercado;
4. Os investidores são racionais;
5. As decisões sobre pagamento de dividendos e financiamento não influenciam um ao outro, e os fluxos de caixa são constantes e não sofrem interferência das políticas de distribuição dos lucros;
6. Os lucros retidos em decorrência do baixo pagamento de dividendos são utilizados em benefício para a empresa.

Assim, segundo a teoria da irrelevância dos dividendos, os investidores ao analisarem uma ação calculam o valor da empresa com base na expectativa dos ganhos futuros dela, tendo as oportunidades de investimento feitas por ela como a razão de geração de riqueza futura da entidade.

Contudo, vale salientar que o estudo feito por Miller e Modigliani (1961) tem como premissa um mercado sem assimetria na informação, isenções tributárias e custos de transação, investidores não expostos aos efeitos comportamentais, entre outros, porém, a realidade se mostra diferente.

Destarte, existem outras teorias que tratam sobre esses fatores que tornam o mercado imperfeito. Uma delas é a teoria tributária juntamente com o efeito clientela que será tratada a seguir.

2.4 EFEITO CLIENTELA E TEORIA DA PREFERÊNCIA TRIBUTÁRIA

Pelo fato dos mercados apresentarem assimetria, há certas imperfeições que afetam as decisões dos investidores individualmente. Por exemplo, custos de corretagem e os tributos incidentes sobre os dividendos e ganhos de capital que, no caso do Brasil, recebem tratamento tributário diferente um do outro. Fatores como esses levariam os investidores à escolha de uma ação que minimizasse esses custos.

Esses fatores foram estudados por Miller e Modigliani (1961), no estudo já citado, e ficou conhecido como efeito clientela. Sua premissa se dá na ideia que os investidores têm preferência por certos tipos de títulos, alguns por títulos que incidem menos tributos, outros por ações de empresas que paguem menos dividendos. Dessa maneira, fatores comportamentais e até a faixa etária influenciariam na escolha do investidor. Por exemplo, pessoas de mais idade teriam preferência por ações de renda, ou seja, que pagam mais dividendos, enquanto pessoas mais jovens prefeririam ações que paguem menos dividendos.

O efeito dessas preferências dos investidores afetaria a política de pagamento dos dividendos, adequando a estratégia da empresa ao seu investidor fazendo dele um cliente (ELTON; GRUBER, 1970).

Os próprios Miller e Modigliani (1961) no seu estudo condicionaram algumas variáveis imperfeitas do mercado, entre essas variáveis, estão os aspectos tributários e, mesmo não aceitando os tributos como fatores relevantes para o investidor, consideram este aspecto a maior imperfeição sistemática no mercado.

Os tributos, característica do mercado imperfeito, têm influência sobre o valor das ações, visto que a incidência de impostos é diferente para dividendos e JSCP em alguns países. Estudando os efeitos tributários sobre as ações, Elton e Gruber (1970) observaram que as ações ex-dividendos tinham queda no seu valor maior do que os valores dos dividendos pagos por ação; a resposta achada pelos autores para este fato foi a diferença do valor da alíquota entre os dividendos e os JSCP.

Por conseguinte, os tributos influenciam a escolha das ações, gerando inclusive mudanças na carteira de investimento dos acionistas que, em consequência, geraria custos de transferência. Portanto, a empresa deveria se atentar a tais fatores ao distribuir os seus lucros, se por meio dos dividendos ou

JSCP, como também a respeito da sua retenção e distribuição, visto que os acionistas teriam preferência por ganhos a longo prazo em decorrência dos impostos incidentes sobre os proventos. Logo, estariam dispostos a abrir mão de dividendos vultosos no presente a fim de evitar a oneração dos seus ganhos por meio dos tributos, dado que no curto prazo, os impostos sobre os ganhos de capital são maiores que no longo prazo.

Posto isto, políticas fiscais não afetam apenas a decisão dos investidores, como também refletem na política de distribuição de lucros adotadas pelas empresas. Vancin e Procianoy (2016) ratificam que a política dos dividendos é influenciada por fatores tanto tributários quanto legais.

Tendo em vista que cada país dispõe de suas políticas fiscais, a importância dos aspectos tributários varia de país para país. Assim sendo, trabalhos relacionados ao tema devem levar em conta o ambiente institucional das empresas estudadas. No Brasil, os dividendos e JSCP recebem tratamento tributário diferente, o próximo tópico detalhará mais a distinção entre os dois.

2.5 A DISTRIBUIÇÃO DE LUCROS SEGUNDO A LEGISLAÇÃO BRASILEIRA

A distribuição de dividendos pode ser influenciada por diversos fatores, dentre os quais destaca-se a legislação e a tributação que, por sua vez, podem variar de um país para outro. Nesse contexto, o Brasil revela-se diferenciado em relação aos outros mercados internacionais ao apresentar uma individualidade decorrente de suas normas legais no tocante à obrigatoriedade do pagamento dos dividendos e à tributação.

Do ponto de vista jurídico brasileiro, a Lei nº 6.404/76, conhecida como Lei das Sociedades por Ações (LSA), normatiza a política de pagamento dos dividendos estabelecendo a obrigatoriedade, caso não haja tratamento sobre o tema no estatuto da empresa, de pagamento no valor mínimo de 25% do lucro líquido do período, ou recursos provenientes das reservas de lucros a realizar, as quais somente podem ser usadas para o pagamento de dividendos, conforme consta no Art. 197, § 2º (BRASIL, 1976).

Nesses termos, os acionistas têm o direito de receber obrigatoriamente, em cada exercício, os dividendos previstos no estatuto. Todavia, caso não tenha espaço

dedicado ao assunto no estatuto da empresa, a Lei obriga, em seu Art. 202, que sejam pagos dividendos correspondentes a:

I - metade do lucro líquido do exercício diminuído ou acrescido dos seguintes valores: a) importância destinada à constituição da reserva legal (art. 193); e b) importância destinada à formação da reserva para contingências (art. 195) e reversão da mesma reserva formada em exercícios anteriores (BRASIL, 1976).

Nessa perspectiva, a Lei nº 6.404/76 assegura o pagamento mínimo dos dividendos e a sua periodicidade sem que haja interferência das empresas no que se refere a essas decisões. Segundo La Porta *et al.* (2000) e Coelho (2002), a legislação brasileira dispõe do regulamento em questão com o propósito de proteger o acionista minoritário, impedindo, assim, a possibilidade de o controlador reter os lucros em sua totalidade.

Compreende-se, pois, que ao garantir ao investidor uma remuneração mínima ao seu capital, a legislação brasileira também impulsiona o fortalecimento do mercado de capitais, haja vista, há uma maior segurança para os acionistas. Para Procianoy (2006), trata-se de uma importante medida, uma vez que, as empresas brasileiras possuem uma inclinação a reterem a maior parcela de lucros possível com o objetivo de se autofinanciar diante da escassez de recursos em determinados momentos.

Conjuntamente, outra particularidade do Brasil, que também pode ser considerada um benefício aos acionistas e, por conseguinte, ao avanço do mercado de capitais, refere-se a forma de tributação dos dividendos. De acordo com a Lei nº 9.249, os dividendos não estão sujeitos à incidência do IR e nem serão integrados à base de cálculo do imposto do beneficiário (BRASIL, 1995).

É importante destacar ainda que a realidade brasileira conta com mais formas de distribuição de lucros que os outros países. No Brasil, além do pagamento de dividendos, as empresas também podem distribuir lucros por meio do pagamento de Juros Sobre o Capital Próprio.

Ocorre que, em 1996, a política de distribuição de dividendos passou a ser influenciada pela legislação fiscal e a Lei 9.249/95 introduziu a opção para as empresas remunerarem o capital próprio, por intermédio do pagamento dos juros (LOSS; SARLO NETO, 2003). Assim sendo, a partir dessa alteração legal, as empresas de lucro real passaram a ter essa opção de distribuir os seus lucros.

De acordo com o regulamento, os JSCP são deduzidos da apuração do cálculo do Imposto de Renda Pessoa Jurídica (IRPJ) e Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL) nas empresas de lucro real, consistindo, assim, em uma despesa financeira. Com relação a sua forma de cálculo, tal provento tem como base as contas do Patrimônio Líquido e está limitado a variação, *pro rata dia*, da Taxa de Juros de Longo Prazo – TJLP (BRASIL, 1995).

Nesse contexto, a empresa que opta por essa forma de distribuição dos lucros, pode ser beneficiada por uma redução dos impostos, visto que os JSCP podem ser dedutíveis da base de cálculo para apuração dos impostos do IRPJ e CSLL, quando avaliados como mais viável por um planejamento tributário.

Com efeito, mediante a existência de incentivos de ordem legal e tributária, o Brasil compreende um cenário oportuno e indutor à distribuição de proventos, tornando, assim, o assunto mais interessante e complexo, diante da individualidade brasileira.

2.6 ESTUDOS ANTERIORES

Partindo da ciência de que a temática em questão se trata de um assunto demasiadamente discutido, tendo em vista a sua complexidade, como consequência das particularidades de cada país, e, por conseguinte, a sua importância mundial, é oportuno discorrer acerca de algumas pesquisas relevantes realizadas na área.

Preliminarmente, destaca-se os estudos de Wickboldt (2011) que, a partir de sua pesquisa sobre os impactos de uma crise mundial sobre a política de dividendos de empresas brasileiras, ao analisar os anos de 2008 e 2009 - a crise dos *subprimes* -, concluem que não há mudança significativa na política de dividendos nos cenários de recessão e crescimento.

Pamplona *et al* (2017), de forma mais comparativa, desenvolve um estudo a respeito dos determinantes do pagamento de dividendos em períodos de crise e prosperidade, abarcando os anos de 2010 a 2016, e revela um aumento dos pagamentos de proventos nos períodos de crise em relação aos períodos de crescimento, demonstrando que, mesmo obtendo menores lucros nos períodos de recessão, as empresas mantêm o volume de pagamento de proventos aos acionistas.

Corroborando com esse pensamento, Moreira (2017) analisa de forma mais específica, a partir de sua dissertação acerca do impacto da crise financeira de 2008 na distribuição de dividendos – o caso português-, e verifica a não alteração da política dos dividendos durante a crise financeira.

Silva (2016), por sua vez, explana em seu estudo sobre empresas brasileiras Emissoras de ADRs e a distribuição de dividendos em períodos de crise, estudando os anos de 2006 a 2015, e, a partir de seus resultados, verifica uma diminuição dos pagamentos de dividendos nos períodos de crise, apresentando diminuição de 10% em momentos de crise internacional em relação a períodos de estabilidade econômica e diminuição de 6% em momentos de crise doméstica. Todavia, o autor frisa que a diminuição é pouco representativa.

Baseado no entendimento de Silva (2016), é possível observar que as crises podem causar uma redução na distribuição de proventos, no entanto, não se trata de uma condição, de forma que, o próprio autor reconhece que ser um resultado pouco significativo e, portanto, não há que se fazer uma forçosa consideração entre as variáveis.

Sob outra perspectiva, Costa (2015) disserta em sua tese acerca do efeito da crise financeira na política dos dividendos das empresas cotadas na Europext Lisbon, e a partir de seus achados, alega não ter encontrado significância estatística sobre as evidências da sinalização dos dividendos nas reações do mercado português. Contudo, afirma que as alterações nos dividendos são mais profundas quando o mercado se encontra em um período de estabilidade econômica.

Finalmente, Martins e Famá (2012), ao indagarem sobre o que revelam os estudos realizados no Brasil a respeito da política de dividendos, dentre os diversos aspectos verificados no estudo, ressaltam a existência de resultados não conflitantes quanto aos determinantes da política de dividendos.

Diante do exposto, após uma investigação em diversas fontes, dentre as quais encontram-se as pesquisas apontadas nesse capítulo, torna-se evidente que o impacto de crise ou estabilidade financeira nas políticas de distribuição de dividendos das companhias é um assunto alvo de inúmeros estudos, os quais apontam para resultados diversos e, alguns casos, até divergentes.

Com efeito, trata-se de um assunto complexo e, por conseguinte, de grande relevância, fazendo-se necessário um maior número de estudos a fim de alcançar uma melhor compreensão e, possivelmente, uma conclusão efetiva.

3 METODOLOGIA

A presente seção tem a finalidade de descrever o processo metodológico da pesquisa sobre aspectos da sua tipologia, critérios para a escolha das variáveis estudadas, testes de identificação da mostra e análise dos dados, bem como sua operacionalização.

3.1 TIPOLOGIA DA PESQUISA

Preliminarmente, é importante considerar que o presente trabalho apresentou enfoque empírico, visando analisar a influência dos períodos de recessão e crescimento econômico sobre o pagamento dos dividendos e dos JSCP com base nas empresas que se encontram listadas na bolsa de valores do Brasil.

De acordo com os objetivos, a pesquisa caracteriza-se como explicativa, haja vista que houve a intenção de investigar a realidade da temática abordada, buscando identificar os fatores que podem determinar e/ou influenciar o acontecimento de fenômenos (GIL, 2002).

De modo procedimental, a pesquisa qualifica-se como bibliográfica, que, de acordo com o entendimento de Marconi e Lakatos (2003), compreende o levantamento de fontes de informação secundárias, especificamente, livros e artigos científicos sobre o tema abordado. Assim, a pesquisa teve como ponto de partida um levantamento bibliográfico em diversas fontes da literatura em estudo, a saber, livros, artigos científicos, eventos técnico-científicos, teses, dissertações e legislações, a fim de compreender melhor a temática abordada.

Ademais, foi realizada uma pesquisa documental a qual possui sua fonte de coleta de dados restrita a documentos, que podem ser escritos ou não, e podem ser realizadas no momento em que o fato ou fenômeno ocorre, ou posteriormente (MARCONI; LAKATOS, 2003). Desse modo, realizou-se uma pesquisa documental acerca das empresas brasileiras listadas na bolsa de valores, com o propósito de levantar informações favoráveis à pesquisa.

Finalmente, no que concerne à abordagem do problema, a pesquisa apresenta um caráter teórico com enfoque quantitativo, uma vez que foram análises e interpretações baseadas na literatura do objeto estudado, considerando, necessariamente, os aspectos quantitativos quanto à observação dos dados coletados.

3.2 POPULAÇÃO E AMOSTRA

A presente pesquisa tem como população as empresas listadas na B3 que negociavam suas ações durante os anos estudados nesse trabalho. Acerca do delineamento, ressalta-se que, a seleção das empresas foi realizada sem se preocupar com a área de atuação no mercado, exceto empresas do setor financeiro, as quais apresentam características particulares. Ademais, também foram desconsideradas aquelas que apresentavam as seguintes situações:

- Não dispunham das informações financeiras necessárias para a formação das variáveis analisadas nesse estudo;
- Empresas com dados faltantes em algum dos anos analisados.

Vale salientar que foram excluídas da análise as ações PN (Preferenciais), restando, por conseguinte, as ações ON (Ordinárias), uma vez que essas ações são predominantes, enquanto que as PNs são emitidas por uma menor quantidade de empresas.

Em relação ao recorte temporal, optou-se pelo intervalo entre os anos de 2015 a 2018. A amostra é constituída por 245 empresas que se repetiram ano a ano do período escolhido para a presente pesquisa, por sua vez, elas geraram 980 observações dos 4 anos estudados.

Finalmente, trata-se de uma amostra não probabilística, devido à acessibilidade aos dados das empresas listadas na B3 bem como as suas demonstrações financeiras.

3.3 COLETA E ANÁLISE DOS DADOS

Preliminarmente, foi realizada uma pesquisa documental para a obtenção dos dados financeiros das companhias listadas na B3, por meio da qual as informações foram obtidas da base de dados Economatica[®] e cujo início da coleta dos dados deu-se em 8 de janeiro de 2019 e fora concluída em 7 de julho de 2019.

Concomitantemente, além dos dados financeiros das empresas, também foram considerados os cenários econômicos dos anos estudados. Nesses anos foi analisado o desempenho da economia em busca de definir quais períodos foram de recessão e quais foram de crescimento. Como parâmetro, foi utilizada a variação do

PIB. Ademais, os índices de variação do PIB foram obtidos no banco de dados do Banco Mundial.

Assim, aqueles períodos que apresentaram variação positiva do PIB foram considerados como de crescimento econômico, em contrapartida, os anos com variação negativa foram considerados como de recessão econômica.

Destarte, os dados foram separados em dois grupos que tem como critério a situação do cenário econômico. O Grupo 1 compreende o cenário de recessão, portanto, os dados das empresas do ano de 2015 e 2016, enquanto o Grupo 2 é composto pelos dados dos anos de 2017 e 2018. Ficando os grupos assim estabelecidos como mostra a tabela:

Tabela 1 - Períodos de crescimento e crise econômica

Ano	Grupo	Variação do PIB	Situação
2015	1	-3,55%	Recessão
2016		-3,31%	Recessão
2017	2	1,06%	Crescimento
2018		1,12%	Crescimento

Fonte: Banco Mundial (2019).

Em relação às variáveis, foram utilizadas as seguintes:

Quadro1 - Descrição das variáveis testadas

Indicador	Detalhamento da variável
Dividendo Total (DVT)	Dividendos e JSCP pagos no período
Montante de proventos pagos no período	DVTRec= Dividendos totais pagos no cenário de recessão
	DVTTRec= Dividendos totais pagos no cenário de crescimento
Dividendos escalonados por Lucro Líquido (DVLL)	Dividendos/lucro líquido
Dividendos/ Lucro Líquido	DVLLRec= Dividendos/ lucro líquido do cenário de recessão
	DVLLCresc= Dividendos/ lucro líquido do cenário de crescimento
Lucro Líquido (LCLQ)	Lucro líquido do período
Lucro Líquido	LCLQRec= Lucro líquido nos cenários de recessão
	LCLQCresc= Lucro líquido nos cenários de crescimento
Variação do PIB (DUMPIB)	0= para períodos de recessão
	1= para períodos de crescimento

Fonte: Elaboração Própria (2019).

Para a análise das variáveis foi utilizado o programa estatístico SPSS versão 18. Inicialmente foi elaborada a estatística descritiva das variáveis detalhadas no Quadro 1. Para a análise da distribuição dos dados, os testes de normalidade usados foram Kolmogorov-Smirnov e Shapiro-Wilk, ambos resultaram em uma significância menor que 5%, sendo assim, em uma distribuição não paramétrica.

Tabela 2 - Testes de normalidade

	Kolmogorov-Smirnov			Shapiro-Wilk		
	Estatística	df	Sig.	Estatística	df	Sig.
LCLQ	0,333	980	0,00	0,286	980	0,00
DVTT	0,391	980	0,00	0,268	980	0,00
DVLL	0,427	980	0,00	0,113	980	0,00

Fonte: Elaboração Própria (2019).

Em detrimento da distribuição não paramétrica dos dados, a técnica de análise adotada para o estudo das variáveis foi o teste dos *Ranks* (postos) com sinais de Wilcoxon, pois, além dos dados se tratarem de uma distribuição não paramétrica, os escores a serem comparados pertencem aos mesmos participantes (empresas) tanto do Grupo 1, quanto do Grupo 2, critério já explicado anteriormente.

É válido salientar que para esse tipo de análise foram testadas as variáveis entre pares, ficando assim: LCLQRec com LCLQCresc, DVLLRec com DVLLCresc, DVTTRec com DV TTCresc, entretanto, por ser tratar de informações dos mesmos indivíduos, a quantidade de observações será de 490, diferente do número de 980 observações totais durante o período de 4 anos estudados nesse trabalho.

4 ANÁLISE DOS DADOS

Nessa seção é apresentada a análise e discutido os resultados obtidos com os testes delineados no ponto 3.2 sobre a coleta e análise dos dados, com o intuito de alcançar os objetivos estabelecidos nessa pesquisa.

As próximas seções referentes à análise apresentam a seguinte ordem: primeiramente a estatística descritiva das variáveis trabalhadas, seguida pelo teste de *Ranks* de sinais de Wilcoxon, cada qual acompanhado dos comentários dos seus respectivos resultados. Vale salientar que os valores das médias, medianas, máximas e mínimas estão em milhares de reais.

4.1 LUCROS NOS CENÁRIOS DE RECESSÃO E CRESCIMENTO

Como os cenários de crise e crescimento são eventos que trazem mudanças ao plano econômico como retração no PIB, diminuição do financiamento e dos recursos disponíveis para o consumo gerando queda da produtividade, é esperado que em momentos de crise as empresas apresentem redução dos lucros em comparação aos cenários de pujança econômica, conforme aponta Cowling *et al* (2015), em seu estudo, sobretudo, entre pequenas e médias empresas em períodos de recessão.

Assim, foi feito uma comparação dos lucros das empresas nesses dois cenários, conforme dados apresentados na tabela a seguir:

Tabela 3 - Lucro Líquido - Estatística descritiva

LCLQ			
Medidas	GRUPO 1	GRUPO 2	Variação
Observações	490	490	-
Média	-13.622,76	491.024,38	3504,44%
Mediana	21.789,50	58.426,50	168,14%
Mínima	-44.212.187	-6.365.019,00	-85,60%
Máxima	13.311.455	25.779.000,00	93,66%
Desvio Padrão	3.075.116,76	2.476.564,07	
Variância	9,46E+12	6,13E+12	

Fonte: Elaboração Própria (2019).

Os resultados apresentados na estatística descritiva da tabela 4 mostram que há uma variação positiva em todas as medidas referentes ao lucro nos cenários de crescimento em relação aos cenários de crise e, embora os dados apresentem grande distorção no que tange a média, indicando a possível presença de *outliers*, as outras medidas estatísticas como a mediana, mínima e máxima, reforçam a diferença de desempenho das empresas no comparativo dos dois cenários.

A estatística mínima mostra que o maior prejuízo apresentado no período de crescimento foi 85,64% menor do que no período de crise, ao passo que a máxima mostra que o maior lucro obtido no período de crescimento foi de 93,66% maior do que no cenário de crise, além da mediana 168,14% maior no período. Portanto, a estatística descritiva mostra o aumento dos lucros das companhias no cenário de crescimento.

É oportuno discorrer acerca das causas da estatística mínima de 44 bilhões de reais, indicando um prejuízo no período. Esse dado pertence à companhia Vale S.A. no ano de 2015 que, embora seja o ano do rompimento da barragem em Mariana/MG, operada pela Samarco Mineração S.A. uma controlada da Vale, apontou as causas para o resultado como decorrência de *impairments* de ativos imobilizados, bem como investimentos em coligadas e *joint ventures*.

Há de se destacar também, entre as causas apontadas pela empresa, a desvalorização de cerca de 47% do Real frente ao Dólar no período de 2015, que embora possa ser benéfico para a exportação, há uma diminuição do valor da moeda, tornando assim os preços dos seus produtos mais atrativos no mercado. Tem-se que observar as particularidades desse mercado, visto que, as *commodities* apresentam especificidades como a disponibilidade de certo minério no meio ambiente que pode levar a monopólios como por exemplo, as terras raras na China.

O mercado de *commodities* está bastante exposto às crises, pois comercializa produtos destinados à indústria de transformação, que também é afetado por eventos desse tipo de cenário econômico ocasionado pela diminuição do consumo. Assim, o caso particular da empresa nos fornece um bom exemplo do impacto das crises no lucro das companhias.

Usando o teste de *Ranks* de sinais de Wilcoxon para avaliar se há diferença e se ela é significativa nos cenários de recessão e crescimento, temos os seguintes resultados:

Tabela 4 - Lucro Líquido - teste de Wilcoxon

		Nº de Observações	Média dos Ranks	Resumo dos Ranks
LCLQCresc - LCLQRec	Ranks Negativos	184	222,20	40.884,50
	Ranks Positivos	306	259,51	79.410,50
	Empates	0	-	-
	Total	490		
Estatística do teste		Z	-6,143	Significância
				0,000

Fonte: Elaboração Própria (2019).

Analisando os resultados do teste por meio dos *Ranks* de sinais, nota-se que, em comparação com os cenários de recessão houve crescimento dos lucros no Grupo 2 em relação ao Grupo 1, visto que os *Ranks* Positivos estão em maior número quando comparado aos *Ranks* Negativos. Assim, tomando os *Ranks* Negativos como base, o teste nos dá o escore de $Z = -6,143$, com Significância (p-valor) = 0,000, sendo esse resultado menor que 5%, portanto, significativo. Em resumo, pode-se dizer que existe diferença entre o lucro das empresas nos períodos de recessão e crescimento, sendo o resultado maior nos períodos de crescimento.

4.2 PAGAMENTO DE DIVIDENDOS NOS CENÁRIOS DE RECESSÃO E CRESCIMENTO

Como a diminuição do lucro pode influenciar decisões de investimento, financiamento e política de dividendos, a diminuição desses valores pode diminuir a remuneração aos acionistas.

Essa seção do estudo analisa possíveis diferenças entre os montantes de proventos pagos nos dois cenários, de recessão e crescimento.

Conforme mostra a estatística descritiva, na tabela 5, a média dos montantes de pagamentos de proventos foi 31,54% maior no cenário de crescimento econômico em comparação ao cenário de recessão. A mediana nos dois cenários apresentou variação de 17,62% e máxima, a menor variação entre as medidas, 7,96%.

Tabela 5 - DVTT – Estatística descritiva

DVTT			
Medidas	Grupo 1	Grupo 2	Variação
Observações	490	490	-
Média	264.903,74	348.464,65	31,5439%
Mediana	20.795,50	24.459,50	17,6192%
Mínima	0,00	0,00	-
Máxima	12.088.794,00	13.050.573,00	7,9560%
Desvio Padrão	9,83E+05	1,23E+06	
Variância	9,67E+11	1,51E+12	

Fonte: Elaboração Própria (2019).

Para a análise dessa variável será apresentado mais uma tabela comparativa, dessa vez ano a ano, haja vista esta apresentou uma particularidade, sobretudo no ano de 2018, que pode levar a conclusões errôneas observando isoladamente a média por grupos. Segue a tabela ano a ano:

Tabela 6 - DVTT (ano a ano) – Estatística descritiva

DVTT							
Medidas	2015	2016	Variação	2017	Variação	2018	Variação
Observações	245	245	-	245	-	245	-
Média	261.522,91	268.284,58	2,58%	276.970,52	3,24%	419.958,77	51,63%
Mediana	27.884,00	17.682,00	-36,59%	17.578,00	-0,59%	33.016,00	87,83%
Mínima	0,00	0,00	-	0,00	-	0,00	-
Máxima	12.088.794	12.045.002	-0,36%	10.598.387	-12,01%	13.050.573	23,14%
Desvio Padrão	9,85E+05	9,84E+05		9,66E+05		1,44E+06	
Variância	9,70E+11	9,68E+11		9,32E+11		2,08E+12	

Fonte: Elaboração Própria (2019).

A tabela com resultados ano a ano entre as médias do período de 2015 a 2017, lembrando que 2015 e 2016 compõe o cenário de recessão, enquanto que 2017 o cenário de crescimento junto com 2018, demonstra baixa variação entre essa medida, de forma que, se comparando a variação entre 2015 e 2017, esse resultado é de 5,91%. O ano de 2017 apresenta os menores valores tanto da mediana, quanto da máxima comparativamente aos demais anos, mesmos os de recessão.

Consideradas essas observações, vemos que o ano de 2018 demonstrou-se atípico em relação aos outros anos estudados, visto que demonstra valores destoantes dos outros. Embora a medida com menor variação tenha sido a máxima 23,14% maior que 2017, se compararmos a 2015, a diferença cai mais ainda para

7,96%, no entanto, sua média é 51,63% maior do 2017, ratificada pela mediana 87,83% maior do que o ano anterior.

Esses resultados demonstram estabilidade no pagamento dos proventos entre o período de 2015 a 2017, já em referência ao ano de 2018 como atípico, se comparado aos outros três anos aqui estudados.

Ainda em relação a 2018, a média de 51,63% maior do que o ano anterior, 2017, poderia levar ao raciocínio de um *outlier*, contudo, essa hipótese é descartada, visto que, a estatística máxima mostra um valor 7,96% maior que o ano mais distante, no caso de 2015. Portanto, para tal análise devemos nos atentar à mediana que apresentou variação 87,83% maior que 2017, demonstrando assim que um número maior de empresas pagaram mais proventos nesse ano.

Sobre o teste de *Ranks* de Wilcoxon, os resultados apresentados foram os seguintes:

Tabela 7 - DVTT - Teste de Wilcoxon

		Nº de Observações	Média dos <i>Ranks</i>	Resumo dos <i>Ranks</i>
DVTTCresc - DVTTRec	<i>Ranks</i> Negativos	159	168,99	26.870,00
	<i>Ranks</i> Positivos	225	209,11	47.050,00
	Empates	106	-	-
	Total	490		
Estatística		Z	-4,636	Significância
				0,000

Fonte: Elaboração Própria (2019).

O teste de *Ranks* de sinais de Wilcoxon demonstra a maior quantidade de *Ranks* Positivos no cenário de crescimento, indicando que os montantes pagos nesses cenários foram maiores do que no cenário de recessão. O teste resulta no escore de $Z = -4,636$, com Significância (p-valor) = 0,000, sendo esse menor que 5%, portanto, significativo. Assim, o resultado indica aumento nos montantes pagos de proventos em cenários de crescimento e esse aumento é significativo.

4.3 RAZÃO DIVIDENDOS/LUCROS LÍQUIDOS EM CENÁRIOS DE RECESSÃO E CRESCIMENTO

Nessa seção é analisada a razão dividendos, incluindo os JSCP, sobre lucro líquido (DVLL), mais uma vez comparando essa variável nos cenários de recessão e crescimento. A tabela abaixo mostra a estatística descritiva desta variável:

Tabela 8 - Dividendos/Lucro Líquido – Estatística descritiva

DVLL			
Medidas	Grupo 1	Grupo 2	Variação
Observações	490	490	-
Média	0,3421	0,1958	-42,77%
Mediana	0,1853	0,2717	46,67%
Mínima	-150,21	-135,29	-9,93%
Máxima	43,73	13,45	-69,24%
Desvio Padrão	7,6569	6,2993	
Variância	58,628	39,682	

Fonte: Elaboração Própria (2019).

A comparação das médias dos dois grupos mostra que no cenário de recessão a razão de dividendos por lucro líquido ou prejuízo ficou em 34,21%, enquanto no cenário de crescimento a média foi de 19,58%, tendo valor 42,77% maior nos cenários de recessão.

Esses resultados contrastam com algumas proposições de estudos feitos a respeito da temática, visto que, em períodos de recessão, visando não comprometer as disponibilidades da empresa, os administradores tenderiam a diminuir o pagamento dos proventos, entretanto, a mínima mostra esses pagamentos mesmo com prejuízos no período, embora exista a mesma situação nos cenários de crescimento. A média também se mostrou maior no cenário de crise.

Esse resultado ratifica o estudo de Lintner (1956) de que os gestores são propensos a manterem as políticas de pagamento de proventos das empresas, dessa forma, essa política deve ser bem planejada para que possa ser mantida mesmo em cenários de recessão.

Outra observação a ser feita sobre os resultados dos proventos sobre o lucro líquido é que em períodos de recessão, como mostrado na seção anterior, há diminuição dos lucros, assim, não é correto afirmar que se tenha aumento nos montantes distribuídos dos proventos, mas que ao se manter o pagamento dos

montantes essa razão aumente na comparação de lucros menores. Esse resultado está em conformidade com o estudo de Pamplona *et al* (2017) sobre a política de dividendos em períodos de crise em que o autor chega na mesma conclusão.

Ainda sobre o tema, o teste de Wilcoxon mostra os seguintes resultados:

Tabela 9 - DVLL - Teste de Wilcoxon

		Nº de Observações	Média dos <i>Ranks</i>	Resumo dos <i>Ranks</i>
DVLLCresc - DVLLRec	<i>Ranks</i> Negativos	175	194,85	34.098,00
	<i>Ranks</i> Positivos	214	195,13	41.757,00
	Empates	101	-	-
	Total	490		
Estatística		Z	-1,726	Significância
				0,084

Fonte: Elaboração Própria (2019).

Pela comparação dos *Ranks* de sinais, nota-se o aumento dos postos, pelos *Ranks* Positivos, no cenário de recessão, representando 43,67% da totalidade de observações confirmando a estatística descritiva de aumento da proporção dos dividendos sobre lucro líquido nesse tipo de cenário. Com base no escore de $Z = -1,726$, contanto, o aumento não é significativo, dado a significância de 0,084, maior do que 5%. Desse modo, há aumento do pagamento de proventos em relação ao lucro líquido, entretanto, essa variação não é significativa entre os dois períodos.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho teve o objetivo de analisar de que maneira os pagamentos dos dividendos e JSCP das empresas listadas na bolsa de valores brasileira são afetados nos cenários de recessão e crescimento.

Os resultados sobre a análise comparativa dos Lucros Líquidos em função da estatística descritiva evidenciou a piora dessa variável das empresas em cenários de recessão em comparação com o cenário de crescimento. Esse resultado foi ratificado pelo teste dos *Ranks* de sinais de Wilcoxon que mostrou maiores quantidades de postos positivos em relação aos postos negativos nos cenários de crescimento e apontou para essa significativa diferença nos dois cenários.

Na análise sobre os montantes de pagamento de proventos nos dois cenários, o resultado obtido foi de aumento desses pagamentos no cenário de recessão. Todavia, essa análise demonstrou certas particularidades, dado que, os anos de 2015 a 2017 apresentaram estabilidade dos pagamentos, enquanto 2018 expôs dados superiores, destoando dos demais anos da mostra.

A outra variável analisada foi a dos dividendos e JSCP escalonados pelo lucro líquido, a qual mediante estatística evidenciou maior proporção de dividendos por lucro líquido em cenários de recessão. O teste dos *Ranks* de sinais de Wilcoxon confirma esse resultado ressaltando a diferença não significativa dessa distribuição nos dois cenários.

Por conseguinte, não é possível afirmar que há aumento nos montantes de pagamentos de dividendos em cenários de recessão em comparação ao cenário de crescimento, haja vista a diminuição dos lucros nos períodos de crise.

Assim sendo, é mais lógico pensar que os gestores preferem manter os montantes de pagamentos de proventos mesmo em cenários de recessão para não causar reações entre investidores afetando o valor de mercado da empresa, conforme visto na teoria da relevância dos dividendos de Lintner.

Por fim, essa pesquisa contribui para a temática da política de pagamento de dividendos e JSCP no contexto brasileiro, pois confirma o resultado de estudos feitos sobre esse assunto, além de ser mais um comparativo para pesquisas futuras.

Para futuros estudos, sugere-se a adoção de mais variáveis e testes para a análise de forma que o resultado obtido possa abranger outros aspectos impactados pelos cenários estudados e possa ser respaldado por mais opções metodológicas.

REFERÊNCIAS

ALDRIGHI, Dante M.; CARDOSO, André D. Crises cambiais e financeiras: uma comparação entre América Latina e Leste Asiático. **Economia e Sociedade**, v. 18, n. 1, p. 61-117, abr. 2009.

ASSAF NETO, Alexandre; LIMA, Fabiano G. **Curso de Administração Financeira**. 3 ed. São Paulo: Atlas, 2009.

BANCO MUNDIAL. **World Development Indicators – GDP Growth (annual %)**. Disponível em: <http://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?locations=BR>. Acesso em: 31 ago. 2019.

BANCO MUNDIAL. **World Development Indicators – GDP Growth (annual %)**. Disponível em: <https://data.worldbank.org/indicator/FP.CPI.TOTL.ZG?end=2018&locations=BR&start=1961&view=chart>. Acesso em: 31 ago. 2019.

BRASIL. **Decreto nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Brasília: DF, 1976.

BRASIL. **Decreto nº 9.249, de 26 de dezembro de 1995**. Lei do Imposto de Renda das Pessoas Jurídicas. Brasília: DF, 1995.

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C.; ALLEN, Franklin. **Princípios de Finanças Corporativas**. 8. ed. São Paulo: McGraw-Hill, 2008.

COELHO, Fábio Ulhoa. **Curso de direito comercial**. v. 1. São Paulo: Saraiva, 2002.

COSTA, Ana R. **O efeito da crise financeira na política de dividendos das empresas cotadas na Euronext Lisbon**. Orientadora: Anabela Virgínia dos Santos Flores da Rocha. 2015. Dissertação (Mestrado em Contabilidade) – Universidade de Aveiro, Portugal, 2015.

COWLING, M.; LIU, W.; LEDGER, A.; ZHANG, N. What Really Happens to Small and Medium-Size Enterprises in a Global Economic Recession? UK Evidence on Sales and Job Dynamics. **International Small Business Journal**, v. 33, n. 5, p. 488-513, ago. 2015.

ELTON, Edwin J.; GRUBER, Martin J. Marginal Stockholders Tax rates and the Clientele Effect. **Review of Economics and Statistics**, Harvard, v. 52, n. 1 p. 68-74, fev. 1970.

FABREGÀ, M. B.; ROCAFORT, NICOLAU A. Emprendimiento y supervivencia empresarial en época de crisis: el caso de Barcelona. **Intangible Capital**, v. 12, n. 1, p. 95-120, abr. 2016.

FAMA, Eugene F. The empirical relationships between the dividend and investment decisions of firms. **The American Economic Review**, v. 64, n. 3, p. 304-318, jun. 1974.

FIELD, Andy. **Descobrimos a estatística usando o SPSS**. Tradução Lorí Viali. 2. ed. Porto Alegre: Artmed, 2009.

FILIPPETTI, A.; ARCHIBUGI, D. Innovation in Times of Crisis: National Systems of Innovation, Structure, and Demand. **Research Policy**, v. 40, n. 2, p. 179-192, mar. 2011.

GALVÃO, Kécia da S. **Política de Distribuição de Dividendos: Por Que as Empresas Brasileiras Pagam Payout Incremental?** Orientadora: Josete Florencio dos Santos. 2015. Tese (Doutorado em Administração) – Universidade Federal de Pernambuco, Recife, 2015.

GIL, Antônio. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

GORDON, Myron J. Dividends, Earnings and Stock Prices. **The Review of Economics and Statistics**, v. 41, n. 2, p. 99-105, mai. 1959.

LA PORTA, Rafael; SINALES, Florencio L. de, SHLEIFER, Andrei, & Vishny, Robert. Investor protection and corporate governance. **Journal of financial economics**, v. 58, n. 1, p. 3–27. dez. 2000.

LIM, Kwangsoo. The shift of a dividend policy and a leverage policy during the 2008 financial crisis. **International Journal of Finance & Banking Studies**, v. 5, n. 6, p. 9-14, out. 2016.

LINTNER, J. Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. **The American Economic Review**, v. 46, n. 2, p. 97-113, mai. 1956.

LOSS, L.; SARLO NETO, A. Política de dividendos, na prática, é importante? **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 14, n. SPE, p. 39-53, out. 2003.

MARCONI, Marian de A.; LAKATOS, Eva M. **Fundamentos de metodologia científica**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

MARTINS, Andressa I.; FAMÁ, Rubens. O que revelam os estudos realizados no Brasil sobre política de dividendos? **Revista de Administração de Empresas**, v. 52, n. 1, p. 24-39, fev. 2012.

MILLER, Merton H.; MODIGLIANI, Franco. "Dividend policy, growth, and the valuation of share". **Journal of Business**, v. 34, n. 4, p. 411-433, out. 1961.

MINSKY, Hyman P. The financial instability hypothesis: a restatement. **Arestis and Skouras eds., Post Keynesian Economic Theory**, 1985.

MONTALVAN, Samuel M.; BARILLA, Cinzia D.; RUIZ, Gianni D.; FIGUEROA, Diego L. Corporate Governance and Dividend Policy in Peru: Is there any link? **Revista Mexicana de Economia y Finanzas**, v. 12, n. 2, p. 103-116, abr./jun. 2017.

MOREIRA, Catarina A. N. **O Impacto da Crise Financeira de 2008 na Distribuição de Dividendos – O Caso Português**. Orientador: Júlio Manuel dos Santos Martins. 2017. Dissertação (Mestrado em Economia e Administração de Empresas) – Universidade do Porto, Portugal, 2017.

NIKBAKHT, Ehsan.; GROPELLI, Angelico. A. **Administração financeira**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2006.

PAMPLONA, Edgar; BRANDT, Elisane T.; SCHLOTEFELDT, Josiane de O.; SILVA, Tarcísio Pedro da; LEITE, Maurício. Determinantes do Pagamento de Dividendos nos Períodos de Prosperidade e Crise Econômica em Empresas Brasileiras. *In: SEMEAD SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO*, 20, 2017, São Paulo. **Anais [...]** São Paulo: EAD FEA-USP, 2017.

PROCIANOY, Jairo L. A política de dividendos e o preço das ações. *In: VARGA, G.; LEAL, R.P.C. (Orgs). Gestão de investimentos e fundos*. 1. ed. Rio de Janeiro: Financial, 2006. p. 39–164.

RIBEIRO, Alexandrino. Determinantes da política de dividendos: evidências empíricas para empresas não-financeiras. **Revista Brasileira e Portuguesa de Gestão**, v. 9, n.1-2, p. 15-25, jan./jun. 2010.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey; LAMB, Roberto. **Administração financeira**. 10. ed. Porto Alegre: AMGH, 2015.

SAMPAIO, Tibério. C. Q.; COELHO, Antônio C.; HOLANDA, Allan. P. Adoção de conservadorismo nos lucros em períodos de crise financeira: evidências no Brasil. **Enfoque: Reflexão Contábil**, v. 34, n. 1, p. 71-85, jan./abr. 2015.

SILVA, Nadjara D.; MOREIRA, Kleverson, D. S.; PEREIRA, Vinícius S.; REZENDE, Cláudio F.; PITANGUI, Catarine. Empresas Brasileiras Emissoras de ADRs: Um estudo da distribuição de dividendos em períodos de crise. *In: Congresso Brasileiro de Custos*. XXIII, 2016, Pernambuco. **Anais [...]** Pernambuco: UFRPE, 2016.

VALE. **Relação com Investidores**. Disponível em: http://www.vale.com/PT/investors/information-market/financial-statements/FinancialStatementsDocs/itr_IFRS_USD_4T15p.pdf. Acesso em: 01 set. 2019.

VANCIN, Daniel F.; PROCIANOY, Jairo L. Os fatores determinantes do pagamento de dividendos: o efeito do obrigatório mínimo legal e contratual nas empresas brasileiras. **Revista brasileira de finanças**, Rio de Janeiro, v. 14, n. 1, p. 89-123, mar. 2016.

WICKBOLDT, Leandro A. **A crise financeira mundial de 2008 e seu impacto na política de dividendos das companhias brasileiras**. Orientador: Francisco Antônio

Mesquita Zanini. 2011. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Universidade do Vale do Rio dos Sinos, São Leopoldo: 2011.

WOOD, Bob G. Jr. **The Evolution of Corporate Dividend Policy**. Orientador: George M. Frankfurter. 1994. Dissertação (Doutorado em Administração e Negócios) – University State of Louisiana, Louisiana, 1994.